

Schriften zum Wirtschaftsrecht

---

Band 306

**Neue Ansätze im Insiderrecht  
und ihre Auswirkungen  
auf die Beurteilung gestreckter  
Sachverhalte**

Von

**Nina Augstein**



**Duncker & Humblot · Berlin**

NINA AUGSTEIN

Neue Ansätze im Insiderrecht und ihre Auswirkungen  
auf die Beurteilung gestreckter Sachverhalte

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 306

# Neue Ansätze im Insiderrecht und ihre Auswirkungen auf die Beurteilung gestreckter Sachverhalte

Von

Nina Augstein



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück  
hat diese Arbeit im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0582-026X  
ISBN 978-3-428-15635-1 (Print)  
ISBN 978-3-428-55635-9 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85635-0 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meiner Mutter*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück im Sommersemester 2018 als Dissertation angenommen worden. Rechtsprechung und Literatur konnten in dieser überarbeiteten Fassung bis Ende September 2018 berücksichtigt werden.

Zuerst möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Andreas Fuchs, einen großen Dank dafür aussprechen, dass er mich von der Aufnahme als studentische Hilfskraft an seinem Lehrstuhl über die Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin, in der diese Arbeit entstanden ist, bis hin zur Erstellung des Erstgutachtens stets gefördert hat.

Bei Herrn Professor Dr. Hans-Jürgen Ahrens bedanke ich mich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die hilfreichen Denkanstöße für die Überarbeitung.

Meinen ehemaligen Kolleginnen und Kollegen vom Lehrstuhl bin ich insbesondere dafür dankbar, dass sie diese lehrreiche Zeit zugleich zu einer sehr angenehmen Erfahrung gemacht haben, an die ich immer gern zurückdenken werde.

Maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit haben zudem meine Korrekturleserinnen, Dr. Carina Behre und Carolin Martinjak, beigetragen. Vielen Dank für den tatkräftigen Einsatz sowohl in fachlicher als auch in freundschaftlicher Hinsicht.

Ganz herzlich danke ich vor allem meiner Familie und meinen Freunden für viele nette Worte zur richtigen Zeit und die stete Unterstützung bei der Fertigstellung dieser Arbeit.

Ein besonderer Dank gilt dabei meinem Partner, Hinrich Schreeck, der mir auf dem Weg durch zwei Staatsexamina und das Promotionsvorhaben unermüdlich zur Seite gestanden und mich immer wieder motiviert hat.

Der größte Dank – und darum widme ich ihr diese Arbeit – gebührt aber meiner Mutter, Susanne Augstein, die durch ihren bedingungslosen Rückhalt auf meinem bisherigen Lebensweg wie auch bei der Erstellung dieser Arbeit die Grundlage für deren Gelingen geschaffen hat.

Hannover, im Oktober 2018

*Nina Augstein*



# Inhaltsübersicht

<b>Einführung</b> .....	35
I. Vorüberlegungen .....	35
II. Problematik und Ziel der Untersuchung .....	37
III. Gang der Untersuchung .....	40
<i>Kapitel 1</i>	
<b>Grundlagen</b>	
A. Einordnung des Insiderrechts .....	42
I. Insiderrecht als Teil des Marktmissbrauchsrechts .....	42
II. Marktmissbrauchsrecht als Kapitalmarktrecht .....	43
III. Ergebnis .....	45
B. Entwicklung des Insiderrechts .....	45
I. Der Weg zur bindenden Regulierung in Deutschland .....	45
II. Die neueste Reform durch die MAR und MAD II .....	48
III. Ergebnis .....	51
C. Regulierungszwecke des Insiderrechts .....	51
I. Entwicklung .....	52
II. Kapitalmarktintegritätsschutz .....	52
III. Anlegerschutz als institutioneller Anlegervertrauens- und Individualrechtsschutz .....	54
IV. Verhältnis der Schutzzwecke .....	59
V. Kapitalmarktunion .....	63

VI. Ergebnis .....	65
D. Regulierungsbedürftigkeit .....	65
I. Der ökonomische Ansatz: Regulierung durch den Markt .....	66
II. Notwendigkeit von Gesetzen .....	67
III. Notwendigkeit einer Reform durch MAR und MAD II .....	71
IV. Ergebnis .....	75
E. Regelungsmöglichkeiten .....	75
I. Regelungsebene .....	76
II. Harmonisierungsgrad .....	80
III. Handlungsform .....	83
IV. Eingriffsintensität .....	92
V. Anknüpfung an den Begriff der Insiderinformation .....	94
VI. Gestreckte Sachverhalte .....	97
F. Gesamtergebnis Kapitel 1 .....	101

## *Kapitel 2*

<b>Anwendungsbereich des Insiderrechts und Begriff der Insiderinformation</b> .....	<b>103</b>
A. Anlass .....	103
B. Anwendungsbereich des Insiderrechts .....	103
I. Sachlicher Anwendungsbereich .....	103
II. Räumlicher Anwendungsbereich .....	112
III. Ergebnis .....	113
C. Der Begriff der Insiderinformation .....	113
I. Überblick .....	113
II. Präzise Information .....	114

III. Keine öffentliche Bekanntheit .....	142
IV. Kursbeeinflussungspotential .....	146
V. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug .....	181
VI. Ausnahmen vom Begriff der Insiderinformation .....	184
VII. Ergebnis .....	185
D. Gesamtergebnis Kapitel 2 .....	186

*Kapitel 3*

**Die Ge- und Verbotstatbestände**

A. Anlass .....	188
B. Die Insiderverbotstatbestände .....	188
I. Überblick .....	188
II. Persönlicher Anwendungsbereich .....	189
III. Tätigen von Insidergeschäften .....	191
IV. Empfehlung oder Verleitung .....	200
V. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen .....	204
VI. Beteiligung Mehrerer .....	209
VII. Versuch .....	210
VIII. Ausnahmen .....	211
IX. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte .....	225
X. Ergebnis .....	228
C. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	229
I. Persönlicher Anwendungsbereich .....	229
II. Veröffentlichungspflicht .....	230
III. Selbstbefreiung .....	252

IV. Aufschub zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems .....	274
V. Ergebnis .....	281
D. Gesamtergebnis Kapitel 3 .....	282

#### *Kapitel 4*

<b>Rechtsfolgen von Verstößen</b>	284
A. Anlass .....	284
B. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen .....	284
I. Harmonisierungsgrad der MAR .....	285
II. Ordnungswidriges Verhalten .....	285
III. Sanktionen und Maßnahmen .....	294
IV. Ergebnis .....	315
C. Strafrechtliche Sanktionen .....	316
I. Überblick .....	316
II. Anwendungsbereich und Harmonisierungsgrad der MAD II .....	317
III. Verfassungsrechtliche Bedenken .....	319
IV. Tatbestände strafbaren Verhaltens .....	324
V. Strafmaß .....	335
VI. Strafverfolgung und -prozess .....	338
VII. Ergebnis .....	338
D. Zivilrechtliche Sanktionen .....	340
I. Vorgaben des Europarechts .....	340
II. Anspruchsberechtigte .....	346
III. Anspruchsverpflichtete .....	347
IV. Anspruchsgrundlagen .....	347

V. Gemeinsame Voraussetzungen .....	356
VI. Ergebnis .....	371
E. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte .....	372
F. Gesamtergebnis Kapitel 4 .....	373

*Kapitel 5*

**Zusammenfassende Bewertung** 375

A. Gewährleistung von Kapitalmarkt- und Anlegervertrauensschutz .....	375
I. Formeller Regelungsansatz .....	375
II. Inhaltliche Gestaltung im Allgemeinen .....	376
III. Die Normierung gestreckter Sachverhalte .....	377
B. Schaffung eines europäischen Kapitalmarktrechts .....	377
C. Fazit .....	381
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	382
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	409



# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b> .....	35
I. Vorüberlegungen .....	35
II. Problematik und Ziel der Untersuchung .....	37
III. Gang der Untersuchung .....	40

## *Kapitel 1*

### **Grundlagen** 42

A. Einordnung des Insiderrechts .....	42
I. Insiderrecht als Teil des Marktmissbrauchsrechts .....	42
II. Marktmissbrauchsrecht als Kapitalmarktrecht .....	43
III. Ergebnis .....	45
B. Entwicklung des Insiderrechts .....	45
I. Der Weg zur bindenden Regulierung in Deutschland .....	45
II. Die neueste Reform durch die MAR und MAD II .....	48
III. Ergebnis .....	51
C. Regulierungszwecke des Insiderrechts .....	51
I. Entwicklung .....	52
II. Kapitalmarktintegritätsschutz .....	52
III. Anlegerschutz als institutioneller Anlegervertrauens- und Individualrechtsschutz	54
1. Gewährleistung des Individualschutzes .....	55
2. Bezwecken des Individualschutzes .....	57
3. Zwischenergebnis .....	58
IV. Verhältnis der Schutzzwecke .....	59
1. Zusammenspiel von Anlegervertrauens- und Kapitalmarktschutz im Allge- meinen .....	59
2. Ausprägung im Insiderrecht .....	61
3. Zwischenergebnis .....	62
V. Kapitalmarktunion .....	63
VI. Ergebnis .....	65

D. Regulierungsbedürftigkeit .....	65
I. Der ökonomische Ansatz: Regulierung durch den Markt .....	66
II. Notwendigkeit von Gesetzen .....	67
III. Notwendigkeit einer Reform durch MAR und MAD II .....	71
1. Zu milde Regelungen .....	71
2. Zu große Umsetzungsspielräume .....	72
3. Keine Erfassung neuer Entwicklungen .....	74
4. Regulierung als richtiges Mittel .....	74
IV. Ergebnis .....	75
E. Regelungsmöglichkeiten .....	75
I. Regelungsebene .....	76
1. Nationales Recht .....	76
2. Europarecht .....	77
3. Ergebnis .....	80
II. Harmonisierungsgrad .....	80
1. Mindestharmonisierung .....	80
2. Vollharmonisierung .....	81
3. Ergebnis .....	83
III. Handlungsform .....	83
1. Hauptrechtsakt MAR .....	84
2. Annexrichtlinie MAD II .....	84
a) Ablehnung der Kompetenz nach Art. 83 Abs. 2 AEUV .....	85
b) Begründung einer Kompetenz nach Art. 83 Abs. 2 AEUV .....	87
3. Gespaltene Umsetzung .....	90
4. Ergebnis .....	91
IV. Eingriffsintensität .....	92
1. Staatliche Kontrolle .....	92
2. Informationsmodell .....	92
3. Erweitertes Informationsmodell .....	94
4. Ergebnis .....	94
V. Anknüpfung an den Begriff der Insiderinformation .....	94
1. Zweistufiges Modell .....	95
2. Einstufiges Modell .....	95
3. Ergebnis .....	97
VI. Gestreckte Sachverhalte .....	97
1. Bedeutung .....	97
2. Problematik .....	98
3. Regulierung .....	99
4. Ergebnis .....	101

F. Gesamtergebnis Kapitel 1 ..... 101

*Kapitel 2*

**Anwendungsbereich des Insiderrechts und Begriff der Insiderinformation 103**

A. Anlass ..... 103

B. Anwendungsbereich des Insiderrechts ..... 103

    I. Sachlicher Anwendungsbereich ..... 103

        1. Erfasste Finanzinstrumente ..... 104

            a) Verweisung auf die MiFID II ..... 104

            b) Emissionszertifikate ..... 104

            c) Alternative Handelsplätze ..... 105

            d) Außerbörsliche Derivate ..... 106

            e) Antrag auf Zulassung ..... 107

            f) Meldepflicht ..... 108

        2. Geschäfte, Aufträge und Handlungen ..... 108

        3. Ausnahmen ..... 109

            a) Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen, Art. 5 MAR ..... 109

            b) Geldpolitik, Staatsschuldenverwaltung, Klimapolitik, Agrar- und Fische-  
reipolitik, Art. 6 MAR ..... 111

    II. Räumlicher Anwendungsbereich ..... 112

    III. Ergebnis ..... 113

C. Der Begriff der Insiderinformation ..... 113

    I. Überblick ..... 113

    II. Präzise Information ..... 114

        1. Notwendigkeit des Merkmals ..... 114

        2. Umstände und Ereignisse ..... 116

            a) Umstände ohne Drittbezug ..... 116

            b) Umstände aus der Persönlichkeitssphäre ..... 118

            c) Zwischenergebnis ..... 119

        3. Gegenwärtige und künftige Umstände und Ereignisse ..... 119

            a) Notwendigkeit einer Grenzziehung für künftige Umstände und Ereignisse 120

            b) Wahrscheinlichkeitserfordernis ..... 122

            c) Begriff der Wahrscheinlichkeit ..... 124

            d) Grad der Wahrscheinlichkeit ..... 125

                aa) Hinreichende Wahrscheinlichkeit ..... 125

                bb) 50 % plus x ..... 126

                cc) Bestimmung des Wendepunktes ..... 127

dd) Zwischenergebnis	128
e) Anwendbarkeit der <i>probability magnitude</i> Formel	128
f) Zwischenergebnis	129
4. Kursspezifität	130
a) Gegenwärtige Ereignisse	130
b) Handelbarkeit	130
c) Abgrenzung zum Kursbeeinflussungspotential	131
5. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	132
a) Ausgangspunkt	132
b) Besonderheiten der Beurteilung	134
c) Konkretisierung für typische Fallkonstellationen	135
aa) Personalmaßnahmen	135
bb) M&A-Transaktionen	136
cc) Zwischenergebnis	137
d) Erstreckung auf ungewisse gegenwärtige Ereignisse	137
aa) Subjektive Erwägungen als präzise Informationen	138
bb) Unwahre und nicht erweislich wahre Informationen als präzise Informationen	140
6. Zwischenergebnis	141
III. Keine öffentliche Bekanntheit	142
1. Erforderlichkeit einer Bekanntmachung	142
2. Adressatenkreis	142
3. Geeignete Medien	144
4. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	145
5. Zwischenergebnis	146
IV. Kursbeeinflussungspotential	146
1. Bedeutung	146
2. Richtiger Ausgangspunkt: <i>Reasonable investor test</i>	147
a) Erforderlichkeit eines normativen Standards	148
b) Verständiger Anleger als geeignetes Leitbild	148
3. (De-)Investitionsentscheidung des verständigen Anlegers	149
a) <i>Ex ante</i> Beurteilung	150
b) Wahrscheinlichkeit	150
c) Nutzen einer Information zur (De-)Investitionsentscheidung	151
aa) Nutzen aufgrund von Kursveränderungen	151
bb) Nutzen aufgrund von Kosten-Nutzen-Analyse	152
(1) Tragweite und Wahrscheinlichkeit der Information	152
(2) Richtung des Kursauschlages	153
cc) Zwischenergebnis	155

- d) Anwendbarkeit der *probability magnitude* Formel ..... 156
  - aa) Ausgangspunkt ..... 156
  - bb) Vorzüge der *probability magnitude* Formel ..... 156
  - cc) Schwächen der *probability magnitude* Formel ..... 158
  - dd) Konkretisierung des Leitbildes des verständigen Anlegers ..... 162
    - (1) Unterschiedliche Auslegung in den Mitgliedstaaten ..... 163
    - (2) Einheitliche Betrachtungsweise des verständigen Anlegers nach der MAR ..... 164
      - (a) Objektiv-generelle Betrachtung ..... 165
      - (b) Objektiv-individuelle Betrachtung ..... 167
      - (c) Zwischenergebnis ..... 169
    - (3) Eigenschaften des verständigen Anlegers ..... 170
      - (a) Professionalität ..... 170
      - (b) Risikoneigung ..... 172
      - (c) Zwischenergebnis ..... 173
  - ee) Die *probability magnitude* Formel in abgeschwächter Form ..... 173
  - e) Zwischenergebnis ..... 174
- 4. Erheblichkeit des Kursbeeinflussungspotentials ..... 175
- 5. Im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens der Information ..... 176
- 6. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte ..... 177
  - a) Problematik ..... 177
  - b) Bedeutung der *probability magnitude* Formel ..... 178
  - c) Personalmaßnahmen und M&A-Transaktionen ..... 179
- 7. Zwischenergebnis ..... 181
- V. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug ..... 181
  - 1. Ausgangspunkt ..... 181
  - 2. Ausnahmen ..... 183
- VI. Ausnahmen vom Begriff der Insiderinformation ..... 184
- VII. Ergebnis ..... 185
- D. Gesamtergebnis Kapitel 2 ..... 186

*Kapitel 3*

- Die Ge- und Verbotstatbestände** ..... 188
- A. Anlass ..... 188
- B. Die Insiderverbotstatbestände ..... 188
  - I. Überblick ..... 188

II. Persönlicher Anwendungsbereich .....	189
1. Sekundärinsider .....	189
2. Juristische Personen .....	189
III. Tätigen von Insidergeschäften .....	191
1. Insiderinformationen in Bezug auf Finanzinstrumente .....	192
2. Nutzen der Information .....	192
a) Kausalität .....	192
b) Sondervorteil .....	194
c) Vermutung .....	194
3. Erwerb oder Veräußerung .....	196
a) Verpflichtungsgeschäft .....	196
b) Unterlassen .....	197
4. Stornierung und Änderung .....	197
5. Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebotes in Bezug auf Emissionszertifikate .....	199
6. Nutzen einer Empfehlung oder Verleitung .....	199
7. Zwischenergebnis .....	200
IV. Empfehlung oder Verleitung .....	200
1. Art. 8 Abs. 2 MAR als Auffangtatbestand .....	201
2. Empfehlen oder Verleiten .....	202
3. Auf Grundlage der Information .....	204
4. Zwischenergebnis .....	204
V. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen .....	204
1. Offenlegung .....	205
a) Möglichkeit der Kenntnisnahme .....	205
b) Neuartigkeit der Information .....	206
c) Unbestimmter Personenkreis .....	206
d) Zwischenergebnis .....	207
2. Weitergabe der Empfehlung oder Verleitung .....	208
3. Zwischenergebnis .....	209
VI. Beteiligung Mehrerer .....	209
VII. Versuch .....	210
VIII. Ausnahmen .....	211
1. Ausnahmen von der Nutzungsvermutung der verbotenen Insidergeschäfte ..	211
a) Überblick .....	212
b) Legitime Handlungen im Einzelnen .....	212
c) Rückausnahme .....	214
d) Ungeschriebene Ausnahmen .....	215

2. Ausnahmen von der unrechtmäßigen Offenlegung	217
a) Normale Ausübung einer Beschäftigung, eines Berufes oder der Erfüllung von Aufgaben	217
b) Verhältnis zur Ad-hoc-Publizitätspflicht	218
c) Marktsondierungen	220
aa) Zweck	220
bb) Einschränkende Auslegung	221
cc) Strengere Regulierung der MAR	221
dd) Konkretisierende Rechtsakte	222
ee) Zwischenergebnis	223
3. Zwischenergebnis	224
IX. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	225
1. Voraussetzungen	225
2. Ausnahmen	225
a) Art. 9 MAR	225
b) Art. 10f. MAR	226
c) Zwischenergebnis	228
X. Ergebnis	228
C. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht	229
I. Persönlicher Anwendungsbereich	229
II. Veröffentlichungspflicht	230
1. Veröffentlichungspflicht des Emittenten	230
a) Unmittelbares Betreffen	230
b) Falsche Veröffentlichungen und Veränderungen	232
2. Veröffentlichungspflicht des EAMP	233
3. Veröffentlichung bei befugter Offenlegung	234
a) Zweck	234
b) Regelungsgehalt	234
aa) Im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten oder EAMP handelnde Personen	235
bb) Kein unmittelbares Betreffen	235
cc) Ausnahme bei Verschwiegenheit	235
dd) Zwischenergebnis	236
4. Inhalt, Art und Weise der Veröffentlichung	237
a) Unverzüglich	237
b) Ermöglichung des Zugriffs und der Bewertung im amtlich bestellten System	239
c) Bereitstellung auf der Website	241
d) EAMP	242
aa) Rechtzeitig	243

bb) Öffentlich und wirksam	243
e) Übermittlung an das Unternehmensregister und Vorveröffentlichung	244
5. Zuständigkeit für die Veröffentlichung	245
a) Zuständigkeit der Führungsorgane	245
aa) Horizontale Delegation	246
bb) Vertikale Delegation	246
b) Zuständigkeit anderer Organe	247
aa) Aufsichtsrat	247
bb) Besonderer Vertreter	249
c) Zwischenergebnis	249
6. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	249
a) Bekanntwerden nicht hinreichend wahrscheinlicher Endergebnisse	250
b) Divergierende Interessen über die Veröffentlichung	250
7. Zwischenergebnis	251
III. Selbstbefreiung	252
1. Tatbestand	252
a) Beeinträchtigung der legitimen Interessen	253
aa) Aktionärsinteresse	253
bb) Prognose	254
cc) Konkretisierungen	255
dd) Emissionszertifikate	256
ee) Beeinträchtigung	257
ff) Zwischenergebnis	257
b) Irreführung der Öffentlichkeit	257
aa) Informationshändlerinteresse	258
bb) Keine Irreführung durch Informationsasymmetrien	258
cc) Irreführung durch Widersprüche zum Emittenten	259
dd) Zwischenergebnis	260
c) Sicherstellung der Geheimhaltung	260
aa) Anforderungen	260
bb) Wegfall der Vertraulichkeit	262
d) Verhältnis von Emittenteninteresse und Marktinteresse	263
aa) Abwägung	264
bb) Interessengleichlauf	265
cc) Zwischenergebnis	266
e) Information der zuständigen Behörde	266
2. Entscheidung und Zuständigkeit	268
3. Vorsorgliche Selbstbefreiung	270
4. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	271
a) Selbstbefreiung als Regel	271

b) Prüfung im Einzelfall .....	272
5. Zwischenergebnis .....	273
IV. Aufschub zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems .....	274
1. Zweck .....	274
2. Anwendungsbereich .....	275
3. Tatbestand .....	275
a) Untergrabung der finanziellen Stabilität .....	275
b) Öffentliches Interesse und Gewährleistung der Vertraulichkeit .....	277
c) Zustimmung der Behörde .....	278
d) Wegfall der Voraussetzungen .....	279
4. Entscheidung, Zuständigkeit und vorsorglicher Aufschub .....	279
5. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte .....	280
6. Zwischenergebnis .....	280
V. Ergebnis .....	281
D. Gesamtergebnis Kapitel 3 .....	282

*Kapitel 4*

**Rechtsfolgen von Verstößen**

284

A. Anlass .....	284
B. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen .....	284
I. Harmonisierungsgrad der MAR .....	285
II. Ordnungswidriges Verhalten .....	285
1. Verweisung auf Ge- und Verbotsnormen .....	285
a) Verweisungstechnik des § 120 WpHG .....	286
b) Einhaltung des Bestimmtheitsgrundsatzes .....	287
c) Vorbehalt des Gesetzes .....	290
2. Verschulden .....	290
3. Versuch .....	291
4. Beteiligung Mehrerer und Zurechnung .....	292
5. Unterlassen .....	292
6. Zwischenergebnis .....	294
III. Sanktionen und Maßnahmen .....	294
1. Angemessenheit .....	295
2. Maßnahmenkatalog .....	295
a) Bußgelder .....	296
aa) Juristische Personen .....	297
bb) Mindesthöchstgrenzen .....	297

cc) Umsatzorientierung .....	298
dd) Erzielte Gewinne und vermiedene Verluste .....	299
ee) Umsetzung im WpHG .....	300
b) Weitere Maßnahmen .....	301
aa) Einstellung des Verhaltens .....	301
bb) Erlangte Gewinne und vermiedene Verluste .....	302
cc) Entzug der Zulassung/Verbot von Führungsaufgaben .....	302
dd) <i>Naming and shaming</i> .....	303
ee) Zwischenergebnis .....	305
3. Ahndung von Verstößen .....	305
a) Mindestbefugnisse .....	305
b) Erleichterung der Ahndung .....	306
c) Zusammenarbeit der Behörden .....	308
d) Zwischenergebnis .....	310
4. Festsetzung der Sanktionen .....	310
a) Zumessungskriterien .....	310
b) Verfahrensregeln .....	311
5. Veröffentlichung .....	312
6. Prozessrecht .....	314
7. Zwischenergebnis .....	315
IV. Ergebnis .....	315
C. Strafrechtliche Sanktionen .....	316
I. Überblick .....	316
II. Anwendungsbereich und Harmonisierungsgrad der MAD II .....	317
III. Verfassungsrechtliche Bedenken .....	319
1. Bestimmtheit und Gesetzesvorbehalt .....	319
2. <i>Ne bis in idem</i> .....	319
a) Straftat und Ordnungswidrigkeit .....	320
b) Verstoß des Europarechts .....	321
c) Verstoß des nationalen Rechts .....	322
d) Europäische Subsidiaritätsklausel .....	323
3. Zwischenergebnis .....	324
IV. Tatbestände strafbaren Verhaltens .....	324
1. Verstoß gegen die Insiderverbotstatbestände .....	324
a) Tätigen von Insidergeschäften, Anstiftung und Empfehlung .....	324
aa) Formelle Ausgestaltung .....	325
bb) Besonderheiten im Tatbestand .....	325
(1) Spector Photo-Vermutung .....	325
(2) Primär- und Sekundärinsider .....	326

(3) Erforderlichkeit einer Bereicherungsabsicht .....	327
(4) Emissionszertifikate .....	327
(5) Anstiften und Empfehlen .....	327
cc) Ausnahmen .....	328
b) Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung .....	328
2. Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	329
3. Schwerwiegende bzw. schwere Fälle .....	330
4. Verschulden .....	331
5. Beteiligung und Versuch .....	332
a) Beteiligung .....	332
b) Versuch .....	333
6. Zwischenergebnis .....	334
V. Strafmaß .....	335
1. Sanktionierung natürlicher Personen .....	335
2. Verantwortlichkeit und Sanktionierung juristischer Personen .....	336
VI. Strafverfolgung und -prozess .....	338
VII. Ergebnis .....	338
D. Zivilrechtliche Sanktionen .....	340
I. Vorgaben des Europarechts .....	340
1. Verbot zivilrechtlicher Sanktionen .....	340
2. Gebot zivilrechtlicher Sanktionen .....	342
3. Zwischenergebnis .....	345
II. Anspruchsberechtigte .....	346
III. Anspruchsverpflichtete .....	347
IV. Anspruchsgrundlagen .....	347
1. Kapitalmarktinformationshaftung .....	347
2. (Vor-)Vertragliche Haftung .....	349
a) Vertragsschluss .....	349
b) Pflichtverletzung .....	349
3. Deliktische Haftung .....	350
a) § 823 Abs. 1 BGB .....	351
b) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz .....	352
c) § 824 BGB .....	353
d) § 826 BGB .....	354
4. Zwischenergebnis .....	355
V. Gemeinsame Voraussetzungen .....	356
1. Verschulden .....	356
2. Inanspruchnahme juristischer Personen .....	357

3. Schaden . . . . .	358
a) Allgemeines . . . . .	358
b) Ad-hoc-Pflichtverstoß . . . . .	358
c) Insiderverbotsverstoß . . . . .	359
d) Art des Schadensersatzes . . . . .	360
e) Umfang des Schadensersatzes . . . . .	362
aa) Hypothetischer Kursverlauf . . . . .	363
bb) Kollateralschaden . . . . .	364
4. Kausalität . . . . .	365
a) Erforderlichkeit der Transaktionskausalität . . . . .	366
b) Feststellung der Transaktionskausalität . . . . .	367
c) Rechtmäßiges Alternativverhalten . . . . .	368
5. Prozessrecht und Beweislast . . . . .	369
VI. Ergebnis . . . . .	371
E. Die Beurteilung gestreckter Sachverhalte . . . . .	372
F. Gesamtergebnis Kapitel 4 . . . . .	373

### *Kapitel 5*

<b>Zusammenfassende Bewertung</b>	375
A. Gewährleistung von Kapitalmarkt- und Anlegervertrauensschutz . . . . .	375
I. Formeller Regelungsansatz . . . . .	375
II. Inhaltliche Gestaltung im Allgemeinen . . . . .	376
III. Die Normierung gestreckter Sachverhalte . . . . .	377
B. Schaffung eines europäischen Kapitalmarktrechts . . . . .	377
C. Fazit . . . . .	381
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	382
<b>Stichwortverzeichnis</b> . . . . .	409

## Abkürzungsverzeichnis

2. FMFG	Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 26. 7. 1994, BGBl. I, S. 1749
a.A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
ACER	Agency for the Cooperation of Energy Regulators
a.E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
AktR	Aktienrecht
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes v. 28. 10. 2004, BGBl. I, S. 2630
APR	Allgemeines Persönlichkeitsrecht
ARB 1/80	Beschluss Nr. 1/80 des Assoziationsrats EWG/Türkei
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BegrRegE	Begründung Regierungsentwurf
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
Bio.	Billionen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsZuLV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse
BR-Drucks.	Deutscher Bundesrat Drucksachen
BT-Drucks.	Deutscher Bundestag Drucksachen
BvE	Organstreitverfahren
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvL	Konkrete Normenkontrolle
BvR	Verfassungsbeschwerden
bzgl.	bezüglich

bzw.	beziehungsweise
C	Zivilsachen (als Aktenzeichen), Communications et informations (Mitteilungen und Bekanntmachungen) (als Reihe des Amtsblattes)
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen)
CFL	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
Co.	Compagnie
COM/KOM	European Commission/Europäische Kommission
CRD	Capital Requirements Directive
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173, S. 179
CSD	Central-Securities-Depositories
D&O-Versicherung	Directors and Officers Versicherung
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
d. h.	das heißt
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung (Zeitschrift)
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat
DRL	Durchführungsrichtlinie
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
-E	-Entwurf
EAMP	Emission Allowance Market Participant/-s
EBA	European Banking Authority
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum BGB
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGStGB	Einführungsgesetz zum StGB
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EHS	Emissionshandelssystem
Einl.	Einleitung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELTIF	European Long-Term Investment Fund
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201, S. 1
Emissions-VO	Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 der Kommission v. 21.11.2010 über den zeitlichen und administrativen Ablauf der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft, ABl. EU Nr. L 302, S. 1
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
endg.	endgültig

ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24. 11. 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331, S. 84
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGRZ	Europäische GRUNDRECHTE-Zeitschrift
Eur Bus Org Law Rev	European Business Organization Law Review (Zeitschrift)
Euribor	European Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f./ff.	folgende/fortfolgende
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GA	Generalanwalt
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	Die GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GRC	Grundrechtecharta
grds.	grundsätzlich
GVG	Gerichtsverfahrensgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
HGB	Handelsgesetzbuch
HRRS	Online-Zeitschrift für Höchststrichterliche Rechtsprechung im Strafrecht
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. d. R.	in der Regel
ILF	Institute for Law and Finance
InsO	Insolvenzordnung
IntGesR	Internationales Gesellschaftsrecht
InvG	Investmentgesetz
IPRspr	Die deutsche Rechtsprechung auf dem Gebiet des Internationalen Privatrechts (Zeitschrift)
i.R.d.	im Rahmen des/der
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit

JA	Juristische Arbeitsblätter (Zeitschrift)
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. & Quant. Anal	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Pol.Econ.	Journal of Political Economy
JURA	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JVRB	Just, Clemens/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Becker, Ralf (Hrsg.), WpHG : Wertpapierhandelsgesetz : Kommentar
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KapInHaG	Gesetz zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen
Kapital-RL	Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.10.2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. EU Nr. L 315, S. 74
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KölnKomm	Kölner Kommentar
L	Législation (Rechtsvorschriften)
LAG	Landesarbeitsgericht
LG	Landgericht
Libor	London Interbank Offered Rate
lit.	litera (Buchstabe)
LK	Leipziger Kommentar
M&A	Mergers and Acquisitions
MAD I	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU Nr. L 96, S. 16
MAD II	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173, S. 179
m. Anm.	mit Anmerkung
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173, S. 1
MEMO	Memorandum
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie

	2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145, S. 1
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. 5. 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173, S. 349
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15. 5. 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173, S. 84
Mio.	Millionen
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
Mrd.	Milliarden
MTF	Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem)
MünchKomm	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenzrecht
NZWSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
O	Allgemeine Zivilsachen 1. Instanz
o.	oben
o.Ä.	oder Ähnliches
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
ÖGesAusG	Gesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern (Österreich)
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over-the-Counter
OTF	Organised Trading Facility (Organisiertes Handelssystem)
OWIG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Ratsdok.	Ratsdokument
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rom I-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17. 6. 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht, ABl. EU Nr. L 177, S. 6
Rom II-Verordnung	Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11. 7. 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht, ABl. EU Nr. L 199, S. 40
Rom III-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1259/2010 des Rates v. 20. 12. 2010 zur Durchführung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich des auf die Ehescheidung und Trennung ohne Auflösung des Ehebandes anzuwendenden Rechts, ABl. EU Nr. L 343, S. 10
Rs	Rechtssache
s.	siehe

S.	Seite
SDÜ	Schengen Durchführungsübereinkommen
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates v. 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. EG Nr. L 294, S. 1.
sog.	sogenannt(-e/-er/-es)
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
SRM	Single Resolution Mechanism
sS	Revisionen in Strafsachen
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
StR	Revisionen in Strafsachen
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
TEHG	Gesetz über den Handel mit Berechtigungen zur Emission von Treibhausgasen
TRL I	Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 390, S. 38
TRL II	Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294, S. 13
TUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG v. 05.01.2007, BGBl. I S. 10
U	Berufung in Zivilsachen
u.	unten/und
UAbs.	Unterabsatz
UK	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
Urt.	Urteil
US	United States (of America) (Vereinigte Staaten von Amerika)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
usw.	und so weiter
u. U.	unter Umständen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review (Zeitschrift)

VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vorb	Vorbemerkung
VR	Verwaltungsrundschau (Zeitschrift)
VW	Volkswagen
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WA	Wertpapieraufsicht
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAIV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz v. 13. 12. 2004, BGBl. I, S. 3376
WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz v. 13. 12. 2004, BGBl. I, S. 3376
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Ws	Beschwerde
z. B.	zum Beispiel
ZB	Beschwerden in Zivilsachen
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZNER	Zeitschrift für Neues Energierecht
ZP-EMRK	Zusatzprotokoll zur Europäischen Menschenrechtskonvention
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Revisionen in Zivilsachen
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZWH	Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen



# Einführung

## I. Vorüberlegungen

„In Vielfalt geeint“, so lautet das Motto der EU.<sup>1</sup> Doch ist alles, was man durch europäische Reformen anzustreben scheint, die fortschreitende Einheitlichkeit. Sie soll zu Wohlstand und Frieden in Europa und der ganzen Welt führen können.<sup>2</sup> Insofern vermag auch der Ruf nach einem europäischen Kapitalmarktrecht in einem einheitlichen Regelwerk (*single rule book*) nicht zu überraschen.<sup>3</sup> Schließlich handelt es sich beim Kapitalmarktrecht um eines der volkswirtschaftlich bedeutendsten Rechtsgebiete, das dennoch fragmentiert und international zurückgeblieben ist.<sup>4</sup>

Doch kann die Europäisierung tatsächlich zum Fortschritt beitragen? Die Anpassung der Mitgliedstaaten an die wachsenden Vorgaben des europäischen Rechts ist aufwändig.<sup>5</sup> Bei jeder Vereinheitlichung besteht außerdem die Gefahr der

---

<sup>1</sup> Europäische Union, Das Motto der EU ([http://europa.eu/about-eu/basic-information/symbols/motto/index\\_de.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/symbols/motto/index_de.htm), zuletzt abgerufen am 30.9.2018); *Glombik*, VR 2009, 54, 56; *Le-naerts*, EuGRZ 2015, 353.

<sup>2</sup> Zu diesen Zielen durch Einheitlichkeit Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 18.2.2015, COM(2015) 63 final, S. 1 ff.; Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM(2015) 468 final, S. 3 f.

<sup>3</sup> Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 18.2.2015, COM(2015) 63 final; Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM(2015) 468 final; näher dazu *Gemkow*, EuZW 2015, 203; *Heuer/Schütt*, BKR 2016, 45 ff.; *Hopt*, EuZW 2015, 289; *Kumpan*, ZGR 2016, 2 ff.

<sup>4</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM(2015) 468 final, S. 3; genauer zum stetigen Wachstum in den letzten Jahrzehnten Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 18.2.2015, COM(2015) 63 final, S. 7 (2013 Börsenkapitalisierung von rund 8,4 Billionen Euro und ausstehende Schuldverschreibungen i.H.v 22,3 Billionen Euro); zur internationalen Rückständigkeit allgemein S. 7 ff. (Die Kapitalisierung der Aktienmärkte beträgt 64,5 % des Bruttoinlandsproduktes im Vergleich zu 138 % der USA und die Banken finanzieren rund 80 % des Finanzbedarfs, während es in den USA nur 20 % sind.); zu speziellen Problemereichen unter Geltung der jetzigen Lage S. 11 ff. (Kapitalmarktzugangsschranken, Schwierigkeiten für KMU, wenig Investitionsbereitschaft, insbesondere grenzüberschreitend, langfristig und privat, keine internationale Vernetzung, keine einheitlichen Regelungen und Durchsetzungen, Informationslücken, kein technologischer Fortschritt, keine Wettbewerbsfähigkeit).

<sup>5</sup> Zahlreiche Vertragsverletzungsverfahren belegen dies: EU-weit gab es Ende 2014 1347 offene Verfahren, davon 421 wegen verspäteter Umsetzung, in Deutschland waren es 68 offene

Überregulierung, die zu ineffizientem Wirtschaften führen kann.<sup>6</sup> Was heutzutage teilweise als europarechtlicher „Regelungstsunami“<sup>7</sup> bezeichnet wird, hätte wohl bereits einer der ersten deutschen Juristen Johann Wolfgang von Goethe in seiner Ballade „Der Zauberlehrling“ von 1796 beschrieben mit: „Die ich rief, die Geister, werd ich nun nicht los.“<sup>8</sup> Ob und in welchem Maße eine Vereinheitlichung vorteilhaft ist, ist für jeden Einzelfall zu ermitteln.<sup>9</sup>

Ein solcher Einzelfall bildet auch den Ausgangspunkt dieser Arbeit, das 2014 erlassene und seit Sommer 2016 anwendbare Marktmissbrauchsregime bestehend aus der Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation*, MAR)<sup>10</sup> und der Marktmissbrauchsrichtlinie für strafrechtliche Sanktionen (*Market Abuse Directive*, MAD II)<sup>11</sup>. Dass gerade die Regulierung des Marktmissbrauchsrechts bedeutend ist, zeigte nicht zuletzt die Finanzmarktkrise 2008, die (zumindest auch) auf dessen Ineffizienz zurückgeführt wird.<sup>12</sup> Noch 2014 wurde allein im Bereich des Kapitalanlagebetruges ein Schaden von 525 Mio. Euro bekannt.<sup>13</sup> Unionsweit machte der Marktmissbrauch im Jahr 2010 13,3 Bio. Euro aus.<sup>14</sup> Die Krise scheint demnach noch nicht überstanden und eine effiziente Regulierung wichtiger denn je. Außergewöhnlich an der Reform ist, dass erstmals eine Verordnung und eine strafrechtliche

---

Verfahren, davon 46 neue und 27 wegen verspäteter Umsetzung, *European Commission*, Monitoring of Application of Union Law 2014 Annual Report, COM(2015) 329 final, S. 13 f., 18.

<sup>6</sup> *Bridts*, Zwischenberichtspublizität, S. 96; *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, S. 33 f.; *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität, S. 150.

<sup>7</sup> *Schneider*, AG 2012, 823.

<sup>8</sup> So auch *Wilhelmi*, JZ 2014, 693, 703.

<sup>9</sup> Im Ergebnis so auch *Wilhelmi*, JZ 2014, 693 f.

<sup>10</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. 4. 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173, S. 1.

<sup>11</sup> Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16. 4. 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173, S. 179.

<sup>12</sup> Bericht der hochrangigen Expertengruppe zur Finanzaufsicht in der EU v. 25. 2. 2009 (de Larosière-Bericht), S. 23 ff.; Vorschlag der Kommission v. 20. 10. 2011 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM(2011) 651 endg., S. 2.; dazu auch bereits CESR/07-693, Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) v. 17. 10. 2007; Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen: Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor v. 8. 12. 2010, KOM(2010) 761 endg.

<sup>13</sup> Bundeskriminalamt, Bundeslagebild Wirtschaftskriminalität 2014, S. 6 (<https://www.bka.de/SharedDocs/Downloads/DE/Publikationen/JahresberichteUndLagebilder/Wirtschaftskriminalitaet/wirtschaftskriminalitaetBundeslagebild2014.html>, zuletzt abgerufen am 30. 9. 2018).

<sup>14</sup> Europäische Kommission, Commission Staff Working Paper Impact Assessment v. 20. 10. 2011, SEC(2011) 1217 final, S. 200 f.

Annexrichtlinie das Marktmissbrauchsrecht umfassend regeln und dabei die umstrittene<sup>15</sup> und durch eine deutsche Vorlagefrage<sup>16</sup> veranlasste Vorabentscheidung des EuGH zu Insiderinformationen im Rahmen von gestreckten Sachverhalten im Fall *Geltl (Daimler/Schrepp)*<sup>17</sup> teilweise wörtlich übernommen wird. Es stellt sich in besonderem Maße die Frage nach der Effizienz dieser neuen europäischen Regulierung, insbesondere des Insiderrechts im Rahmen von gestreckten Sachverhalten.

## II. Problematik und Ziel der Untersuchung

Seit dem 3.7.2016 gilt die MAR unmittelbar und ersetzt das nationale Marktmissbrauchsrecht, §§ 12 ff. WpHG a.F. Auch das Aufsichts- und Sanktionsrecht wird durch die MAR und MAD II strenger denn je vorgegeben. Durch die Natur des Marktmissbrauchsrechts hat die Reform Auswirkungen auf das Öffentliche Recht, das Strafrecht und das Zivilrecht.

Rechtsanwender müssen die umfangreiche Neuregelung möglichst eindeutig und fehlerfrei auslegen können. Emittenten müssen kurzfristig, aber sicher ihre Compliance neu ausrichten, damit Maßnahmen zur Prävention, Aufdeckung, Abstellung und Sanktionierung ergriffen werden können.<sup>18</sup> Marktteilnehmer müssen sich informieren, welche Handlungen erlaubt sind.

Dabei kann der Rückgriff auf kritische Auseinandersetzungen der Wissenschaft hilfreich sein. Bislang befasste sich diese jedoch weitgehend mit Analysen des Marktmissbrauchsrechts auf der Basis der früheren Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD I)<sup>19, 20</sup>. In jüngerer Zeit folgten erste Aufbereitungen der Entwürfe, die sich

---

<sup>15</sup> Vgl. etwa *Bingel*, AG 2012, 685; *von Bonin/Böhmer*, EuZW 2012, 694; *Herfs*, DB 2013, 1650; *Klöhn*, NZG 2011, 166; *Kocher/Widder*, CFL 2011, 88; *Liese/Kraft*, CCZ 2013, 222; *Mennicke*, ZBB 2013, 244; *Möllers/Seidenschwann*, NJW 2012, 2762; *Parmentier*, WM 2013, 970; *Schall*, ZIP 2012, 1286; *Widder*, BB 2013, 1489; *Wilsing/Goslar*, DStR 2013, 1610.

<sup>16</sup> BGH v. 22.11.2010 – II ZB 7/09, NJW 2011, 309 = WM 2011, 14 = ZIP 2011, 72.

<sup>17</sup> EuGH v. 28.6.2012 – C-19/11, NJW 2012, 2787 = ZIP 2012, 1282 = CCZ 2013, 219 m. Anm. *Liese/Kraft*; dazu etwa *Kohler/Seyer/Puffer-Mariette*, ZEuP 2014, 116, 121.

<sup>18</sup> *Becker/Ulrich/Hofmann*, ZCG 2015, 53 mit empirischer Untersuchung zum Zusammenhang von Compliance und Unternehmenserfolg; *Hauschka*, Hauschka, Corporate Compliance, § 1 Rn. 15 ff.; *Reichert/Ott*, NZG 2014, 241, 242; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409.

<sup>19</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96, S. 16.

<sup>20</sup> *Barta*, DZWIR 2012, 177 ff.; *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität; *Christoph*, Insiderhandel; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität; *Federlin*, Informationsflüsse; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen; *Hammen/Bressler/Lösler*, Insiderrecht/Compliance; *Hellgardt*, AG 2012, 154 ff.; *Hopt*, WM 2013, 101 ff.; *Krauel*, Insiderhandel; *Krause/Brellocks*, AG 2013, 309 ff.; *Parmentier*, WM 2013, 970 ff.; *Raab*, Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote; *Schweizer*, Insiderverbote; *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388 ff.; *Siebold*, Das neue Insiderrecht; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität; *Uhl*, Anlegerschutz durch Transparenz; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache; speziell zum Geltl-Urteil *Ekkenga*, NZG